

ISSN NO. : 1693 - 3273



Jurnal Ekonomi & Bisnis

Dharma Andalas

VOLUME 4 No. 1 JUNI 2006

Jonhar	Dampak Ketersediaan Informasi terhadap keputusan Manajer Atas Hasil Evaluasi Proyek Investasi
Elvira Luthan/ Lucy Chairael	Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Kebijakan Deviden & Struktur Kepemilikan dengan Set Kesempatan Investasi Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur di BEJ.
Febriandi P. Putra	Ketimpangan Investasi, Tenaga Kerja dan Sumber Daya Alam terhadap Disparitas Pembangunan Kabupaten/Kota di Sumatera Barat.
Hendra Lukito	Studi Alokasi Kredit Usaha Kecil (KUK) oleh Perbankan dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Ekonomi Daerah di Sumatera Barat.
Idwar	Sistem Pendukung Keputusan Pemberian Reward Dosen menggunakan Model Pembobotan (Studi Kasus STIE Dharma Andalas Padang)
Yusnaena	Analisis Pengaruh Pendidikan dan Pelatihan Terhadap Kinerja Karyawan pada BPR Tilatang Kamang.
Syahril	Pengaruh Kualitas dan Pendidikan Tenaga Kerja terhadap Prestasi Kerja pada PT. Jamsostek Cabang Bukittinggi.
Yofina Mulyati	Pengaruh Kualitas Jasa terhadap Kepuasan Pelanggan (Studi Kasus pada STIE Dharma Andalas Padang)

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI
(STIE) DHARMA ANDALAS**

Jl. Perintis Kemerdekaan No. 77 Telp. (0751) 37135 Padang

ISSN : 1693 - 3273

Jurnal Ekonomi & Bisnis
Dharma Andalas

Penanggung Jawab: Ketua STIE Dharma Andalas

DEWAN REDAKSI

Pimpinan Redaksi: Drs. Syahrul Effendy, MS

Anggota : Nino Sri Purnama Yanti, SE, Ak.

Dra. Sri Daryanti Zen, MBA. Ak.

Drs. Imran Agus, MSi

Drs. Amsal Djunid, MBus. Ak.

Drs. Jonhar, MSi, Ak.

EDITOR

Prof. Dr. Alfian Lains, SE, MA

Dr. Eddy Rasyid, M Com. Hons. Ak

Dr. Suhairi, MSi

Dr. Herry, MBA

Dr. Niki Lukviarman, MBA. Ak.

Dra. Sri Daryanti Zen, MBA, Ak.

Drs. Syahrul Effendy, MS

Nino Sri Purnama Yanti, SE. Ak.

REDAKTUR PELAKSANA

Ketua: Drs. Syahrul Effendy, MS

Sekretaris: Nino Sri Purnama Yanti, SE, Ak.

BAGIAN PRODUKSI

Ir. Mirzal, Masruri, S.Kom.

Dharma Andalas : Suatu Jurnal yang merupakan sarana komunikasi untuk berbagai kalangan yang mempunyai perhatian terhadap perkembangan ekonomi dan bisnis. Naskah yang diterima untuk diterbitkan berupa hasil penelitian lapangan, penelitian kepustakaan, pengamatan serta karya ilmiah yang berhubungan dengan topik yang relevan dengan situasi ekonomi dan bisnis.

ISSN NO. 1693-3273



Jurnal Ekonomi & Bisnis

Dharma Andalas

VOLUME 4 NO. 1 JUNI 2006

Jonhar	Dampak Ketersediaan Informasi Terhadap Keputusan Manajer Atas Hasil Evaluasi Proyek Investasi
Elvira Luthan/ Lucy Chairael	Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Kebijakan Deviden & Struktur Kepemilikan dengan Set Kesempatan Investasi Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur di BEJ
Febriandi P. Putra	Ketimpangan Investasi, Tenaga Kerja dan Sumber Daya Alam Terhadap Disparitas Pembangunan Kabupaten/ Kota di Sumatera Barat
Hendra Lukito	Studi Alokasi Kredit Usaha Kecil (KUK) oleh Perbankan Dan Pengaruhnya Terhadap Kinerja Ekonomi Daerah di Sumatera Barat
Idwar	Sistem Pendukung Keputusan Pemberian Reward Dosen Menggunakan Model Pembobotan (Studi Kasus : STIE Dharma Andalas Padang)
Yusnaena	Analisis Pengaruh Pendidikan dan Pelatihan Terhadap Kinerja Karyawan pada BPR Tilatang Kamang
Syahril	Pengaruh Kualitas dan Pendidikan Tenaga Kerja Terhadap Prestasi Kerja pada PT. Jamsostek Cabang Bukittinggi
Yofina Mulyati	Pengaruh Kualitas Jasa Terhadap Kepuasan Pelanggan (Studi Kasus pada STIE Dharma Andalas Padang)

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI
(STIE) DHARMA ANDALAS**

Jl. Perintis Kemerdekaan No. 77 Telp. (0751) 37135 Padang

ISSN : 1693 - 3273

Jurnal Ekonomi & Bisnis
Dharma Andalas

DAFTAR ISI

EDITORIAL

Jonhar Dampak Ketersediaan Informasi Terhadap Keputusan Manajer Atas Hasil Evaluasi Proyek Investasi	1
---	---

Elvira Luthan dan Lucy Chairael Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Kebijakan Deviden & Struktur kepemilikan dengan Set Kesempatan investasi Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur di BEJ	19
--	----

Febriandi Prima Putra Ketimpangan Investasi, Tenaga Kerja dan Sumber Daya Alam Terhadap Disparitas Pembangunan Kabupaten/Kota di Sumatera Barat	39
--	----

Hendra Lukito Studi Alokasi Kredit Usaha Kecil (KUK) oleh Perbankan dan Pengaruhnya Terhadap Kinerja Ekonomi Daerah di Sumatera Barat	61
--	----

Idwar Sistem Pendukung Keputusan Pemberian Reward Dosen Menggunakan Model Pembobotan (Studi Kasus : STIE Dharma Andalas Padang)	79
--	----

Yusnaena Analisis Pengaruh Pendidikan dan Pelatihan Terhadap Kinerja Karyawan pada BPR Tilatang Kamang	99
---	----

Syahril Pengaruh Kualitas dan Pendidikan Tenaga Kerja Terhadap Prestasi Kerja pada PT. Jamsostek Cabang Bukittinggi	113
--	-----

Yofina Mulyati Pengaruh Kualitas Jasa Terhadap Kepuasan Pelanggan (Studi Kasus pada STIE Dharma Andalas Padang)	127
--	-----

**MODERASI ALIRAN KAS BEBAS TERHADAP HUBUNGAN
KEBIJAKAN DEVIDEN & STRUKTUR KEPEMILIKAN DENGAN
SET KESEMPATAN INVESTASI STUDI KASUS PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEJ**

Oleh :

Elvira Luthan (Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Andalas)

Lucy Chairael (Dosen Tetap STIE Dharma Andalas)

Abstrak

This research is about modern free cash flow to policy relation deviden and structured ownerness using the case study of the oppourtunity investment set (IOS) at manufacturing companies in BEJ. In this research measured the free cash flow, the structures of the concentrated ownerness, the cash deviden policy in companies' IOS.

The data used was the secondary data which were issued by PPA UGM, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) and www.jsx.co.id. The sample selected performed *purposive sampling technique* during 1999 – 2003.

The results of this study found that the free cash flow, the structure of the ownerness and deviden policy to describe the proxies of the IOS depend significantly on proxies of the IOS ratio selected. From three proxies of the IOS ratio selected, PPEBVA is not significant to expain the free cash flow, the structures of the concentrated ownerness, the cash deviden policy. Although the other two proxies of the IOS, CAPBVA and CAPMVA is to explain significantly the free cash flow, the structures of the concentrated ownerness, the cash deviden policy.

Keyword : free cash flow, dividend policy, investment.

PENDAHULUAN

Dalam teori keagenan sering terjadi konflik kepentingan antara manajemen dan pemilik perusahaan. Manajemen ingin memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan untuk jangka panjang.

Konflik tersebut akan bertambah bila perusahaan memiliki aliran kas bebas (AKB). Dengan adanya AKB maka peluang investasi yang ada akan bisa dilakukan. Namun tidak semua pemilik suka melakukan reinvestasi, dan sering menuntut AKB tersebut untuk dibagikan sebagai deviden. Hal ini sesuai dengan pernyataan Jensen (1986) yang mengembangkan hipotesa *free cash flow* bahwa manajer yang mempunyai AKB akan menginvestasikan dananya pada proyek yang

memiliki *net present value* (NPV) negatif dari pada membayarkannya pada pemegang saham. Tapi manajer sering tidak leluasa memutuskan pemanfaatan kas tersebut. Dengan demikian tidak bisa disimpulkan bahwa kas bebas memiliki hubungan yang proporsional dengan kesempatan investasi perusahaan.

Penelitian tentang set kesempatan investasi (*investment opportunity set* selanjutnya disebut IOS) telah banyak dilakukan, baik IOS sebagai variabel bebas maupun IOS sebagai variabel terikat dan secara umum hasilnya menunjukkan kekonsistenan. Secara umum dalam berbagai riset tersebut IOS diperlakukan sebagai variabel *binary* yang merupakan proksi untuk perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Padahal secara teori IOS model rasio juga dapat menggambarkan ukuran gabungan kesempatan investasi perusahaan mendatang atau peluang tumbuh dan nilai perusahaan (Myers, 1977). Disamping itu penelitian tentang IOS model rasio masih sangat sedikit dilakukan terutama pada pasar modal Indonesia. Pertanyaan penelitian yang ingin dijawab dari hasil studi ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah aliran kas bebas berpengaruh terhadap IOS perusahaan?
2. Apakah struktur kepemilikan terkonsentrasi mempengaruhi IOS perusahaan?
3. Apakah kebijakan deviden dalam bentuk kas mempengaruhi IOS perusahaan?
4. Apakah kebijakan deviden dalam bentuk kas dapat memperlemah pengaruh aliran kas bebas terhadap IOS perusahaan?

Berdasarkan uraian-uraian diatas dapat dirumuskan hipotesa penelitian berikut;

1. H1: Aliran kas bebas, struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dan kebijakan deviden dalam bentuk kas berpengaruh terhadap IOS perusahaan.
2. H2: Semakin besar rasio pembayaran deviden maka rasio IOS semakin rendah terutama untuk perusahaan yang memiliki aliran kas bebas besar.

Investment Opportunity Set (IOS)

Menurut Myers (1977) dalam kaitannya dengan pertimbangan kebijakan hutang, literatur keuangan modern hanya memperhitungkan nilai perusahaan dari jumlah nilai buku ekuitas dan/atau dari harga pasar saham. Padahal yang juga harus dipertimbangkan dalam kaitannya dengan nilai perusahaan adalah nilai asset yang telah ditempatkan (*assets in place*) dan nilai asset yang belum ditempatkan yang diprosikan dengan nilai sekarang dari kesempatan tumbuh mendatang dari suatu perusahaan, yang diistilahkan dengan set kesempatan investasi (IOS). Jadi IOS merupakan kombinasi antara nilai *assets in place* (*real assets*) dengan pilihan investasi di masa datang (*real options*).

Pandangan yang konvensional dari IOS menurut Kallapur dan Trombley (2001) adalah pengeluaran modal baru yang terjadi untuk mengenalkan produk baru atau perluasan produksi dari produk yang telah ada. Secara konseptual, nilai opsi investasi ini adalah perbedaan antara estimasi biaya restrukturisasi dan estimasi nilai tunai dari hasil penghematan biaya periodik. Myers (1977) juga mengaitkan semua biaya variabel perluasan produk (seperti biaya iklan) sebagai bagian dari IOS. Jadi nilai IOS perusahaan tergantung pada banyak faktor. Christie (1989) dalam Kallapur dan Trombley (2001) menyatakan bahwa penentu utama IOS adalah faktor industri seperti rintangan untuk masuk ke *line bussiness* tertentu dan siklus hidup produk. Untuk siklus hidup produk yang pendek berarti investasi lebih banyak pada penelitian dan pengembangan.

Proksi IOS Dalam Penelitian

Perusahaan merupakan kombinasi *assets in place* yang dinilai secara independen dari peluang investasi perusahaan pada masa datang dan *growth options* yang dinilai berdasarkan kebijakan keputusan investasi mendatang. Karena IOS berorientasi kesempatan mendatang, maka IOS tidak dapat diamati secara langsung (*unobservable*) oleh pihak luar yang berkepentingan terhadap perusahaan, sehingga diperlukan proksi untuk pengukurannya. Dari banyak riset yang dilakukan tentang IOS baik di pasar modal asing maupun di Indonesia, belum ada

proksi yang paling tepat untuk pengukurannya. Proksi IOS menurut banyak peneliti digolongkan menjadi 4 bagian yaitu;

1. Proksi berbasis harga (*price-based proxies for IOS*)

Proksi berbasis harga didasarkan pada pertumbuhan perusahaan pada harga saham, perusahaan yang memiliki nilai pasar yang relatif tinggi terhadap asset yang digunakan.

2. Proksi berbasis investasi (*investment-based proxies for IOS*)

Proksi berbasis investasi, didasarkan pada pendapat bahwa tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berkaitan dengan set kesempatan investasi perusahaan. Perusahaan dengan IOS tinggi seharusnya juga memiliki tingkat investasi yang tinggi seperti IOS yang diistilahkan sebagai asset yang digunakan.

3. Proksi berbasis varian (*variance-based proxies for IOS*)

Proksi berbasis varian dilatar belakangi pada pendapat bahwa opsi investasi menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari return dengan mendasarkan pada peningkatan asset (Kallapur dan Trombley, 2001).

4. Proksi gabungan (*composite measures of IOS*)

Proksi gabungan, banyak studi menggunakan proksi IOS secara individu dan berusaha untuk mengevaluasi sensitivitas hasil untuk memilih proksi IOS, berbagai riset juga berusaha untuk membangun ukuran gabungan yang berasal dari banyak proksi atau berdasarkan pada bukti lain berkaitan dengan IOS perusahaan.

Penelitian ini menggunakan proksi IOS model rasio berbasis harga dan investasi, yaitu (1) *Property, plant and equipment to book value assets* (PPEBVA) yaitu rasio investasi masa lalu pada PPE yang dinyatakan sebagai asset sesungguhnya yang dimiliki perusahaan (*assets in place*). Alasan digunakan rasio PPEBVA karena menunjukkan adanya investasi aktiva tetap yang produktif, dan yang dihitung adalah tambahan asset tetap bersih dan potensi pertumbuhan perusahaan dimasa depan; (2) *Capital expenditure to market value of assets*

(CAPMVA), rasio ini menunjukkan aliran tambahan modal yang dibandingkan dengan kapitalisasi pasar perusahaan. Alasan dipilih rasio CAPMVA karena sudah mempertimbangkan kapitalisasi pasar dan nilai investasi perusahaan sehingga menggambarkan level aktivitas investasi perusahaan dan realisasi pertumbuhan perusahaan; (3) *Capital addition to book value assets* (CAPBVA) juga menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan yang dibandingkan total asset. Dengan adanya tambahan modal saham, perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva tetap yang produktif. Selain alasan di atas, juga sesuai dengan kelengkapan dan kemudahan data yang terdapat di BEJ.

Pengaruh Aliran Kas Bebas, Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Deviden terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS) Perusahaan

Aliran kas bebas (AKB) merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan ke pemegang saham dan kreditur setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam asset tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan (Brigham dan Davis, 2002). Selanjutnya Fenn dan Liang (2001) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki AKB tinggi biasanya diikuti oleh nilai IOS yang rendah. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut tidak lagi mempunyai potensi untuk ekspansi sehingga perusahaan akan memiliki kas bebas yang tinggi. Jadi walaupun kas bebas tersebut digunakan untuk reinvestasi, dikhawatirkan akan menghasilkan NPV negatif. dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki AKB tinggi biasanya diikuti oleh nilai IOS yang rendah karena IOS mencerminkan peluang tumbuh suatu perusahaan. Jadi AKB dapat mempengaruhi IOS perusahaan.

Sesuai dengan *contracting theory* dan *agency theory*, pihak manajer sebagai agen berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan memanfaatkan asset yang tersedia secara optimal. Jika terjadi kelebihan dana (kas bebas) akibat terjadi peningkatan laba, pihak manajer berwenang (a) memilih alternatif investasi yang tersedia bahkan pada proyek yang NPV-nya negatif

(Jensen,1986), sehingga dinilai pemegang saham sebagai bentuk inefisiensi dan timbul kecurigaan manajer berusaha meningkatkan bonus yang diterima, atau (b) membagikannya kepada pemegang saham & kreditur. Dalam hal ini akan terjadi konflik kepentingan antara manajer dan pemilik perusahaan. Di sinilah peranan kebijakan manajer memutuskan pemanfaatan dana tersebut. Apapun alternatif yang dipilih akan menimbulkan risiko yang harus diminimalkan oleh manajer.

Selanjutnya Voght dan Vu (2000) melakukan investigasi tentang pengaruh AKB terhadap kinerja pasar perusahaan jangka panjang. Mereka menghipotesiskan bahwa manajer perusahaan yang memiliki AKB yang besar mengalami tekanan pasar untuk membagikan AKB kepada pemegang saham sehingga dapat memperbaiki kinerja pasar jangka panjang. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki AKB yang besar cenderung memiliki IOS yang rendah karena perusahaan tersebut tidak memanfaatkan peluang investasi yang ada.dengan membagikan AKB tersebut kepada para pemegang saham. Pembuktian Voght dan Vu (2000) konsisten dengan hipotesis *free cash flow* dan menemukan bahwa perusahaan cenderung membagikan AKB dari pada melakukan reinvestasi.

Kebijakan deviden merupakan salah satu kebijakan pengeluaran yang tidak menunjukkan opsi pertumbuhan tapi akan menciptakan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* bahwa kebijakan dividen mencerminkan ekspektasi manajer tentang arus kas masa depan perusahaan dan pasar akan bereaksi terhadap pengumuman dividen. Jadi peningkatan atau penurunan pembayaran dividen melalui kebijakan deviden akan direspon oleh pasar (Firth, 1994; Jensen 1986; Benartzi et al.1997; Gombola dan Liu, 1999), sehingga akan mempengaruhi harga pasar dan nilai perusahaan.

METODOLOGI PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Sumber data diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang sudah *go public* di BEJ yang menerbitkan laporan keuangan

lengkap tiap akhir tahun, *database* yang tersedia di PPA UGM dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan www.jsx.co.id. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Periode sampel dari tahun 1999 – 2003. Alasan dipilih tahun tersebut adalah dengan pertimbangan perekonomian Indonesia mulai agak stabil setelah melewati masa krisis moneter. Berikut merupakan syarat perusahaan yang dijadikan sampel yaitu :

1. Perusahaan terdaftar di BEJ dan mempublikasikan laporan keuangan lengkap secara konsisten dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2003.
2. Periode laporan keuangan perusahaan tersebut berakhir setiap 31 Desember, untuk menghindari adanya pengaruh perbedaan waktu dalam mengukur variabel IOS.
3. Perusahaan tersebut tidak memiliki total ekuitas negatif berurutan atau pernah mengalami total ekuitas positif selama periode penyampelan.
4. Bukan perusahaan perbankan dan asuransi sesuai dengan klasifikasi menurut buku *Indonesian Capital Market Directory*. Hal ini karena menurut peneliti, untuk perusahaan jenis perbankan dan asuransi mempunyai perbedaan kebijakan yang cukup besar dan menghindari terjadinya perbedaan jenis industri yang cukup besar antar sampel.
5. Perusahaan tersebut menyajikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah.

Metode Analisa Statistik

Metode analisa yang digunakan untuk pembuktian hipotesa H_1 adalah analisis regresi berganda dengan rumusan berikut;

$$Y_1 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_1$$

$$Y_2 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_1$$

$$Y_3 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_1$$

Sedangkan untuk pengujian hipotesa H_2 analisa regresi yang dilakukan adalah sebagai berikut:

$$Y_1 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_1 X_2 + \beta_4 X_3 + \varepsilon_2$$

$$Y_2 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_1 X_2 + \beta_4 X_3 + \varepsilon_2$$

$$Y_3 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_1 X_2 + \beta_4 X_3 + \varepsilon_2$$

Dalam hal ini,

$Y_1 - Y_3$ adalah proksi untuk set kesempatan investasi perusahaan (IOS) terdiri dari

- Y_1 adalah rasio tambahan modal saham terhadap total aktiva (CAPBVA).
- Y_2 adalah rasio perubahan modal dengan harga pasar perusahaan (CAPMVA)
- Y_3 adalah rasio nilai buku aktiva tetap terhadap nilai buku total aktiva (PPEBVA)

X_1 adalah rasio aliran kas bebas dengan total aktiva perusahaan.

X_2 merupakan rasio pembayaran deviden terhadap harga saham (*Dividend Yield*).

X_3 adalah struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi.

$X_1 X_2$ adalah interaksi antara variabel kebijakan deviden dengan rasio aliran kas bebas.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ adalah konstanta

Pengukuran Variabel Penelitian

Rumus yang digunakan untuk pengukuran variable proksi IOS dihitung dengan rumus sebagai berikut:

- Rasio perubahan modal dengan harga pasar perusahaan (CAPMVA)

$$CAPMVA = \frac{(\text{Modal shmt} - \text{Modal shmt-1})}{\text{Ttl Akt-Ttl Ekuitas} + (\text{Jml Shm brdar} \times \text{hrng pnutupan})}$$

- Rasio *property, plant and equipment to book value asset* (PPEBVA) $PPEBVA = (\text{Nilai Buku PPE}) : (\text{Nilai Buku Total Aktiva})$

c. Rasio *capital addition to total asset* (CAPBVA)

CAPBVA = (Tambahan Modal Saham Dalam 1 Thn) : Total Aktiva

Variabel AKB dihitung sesuai dengan Ross *et al* (2000) yaitu aliran kas operasi dikurangi dengan pengeluaran modal dan perubahan modal kerja bersih. Pengeluaran modal dihitung berdasarkan selisih aktiva tetap bersih akhir periode dengan aktiva tetap bersih awal periode, yang merupakan pengeluaran bersih pada asset tetap. Selanjutnya perubahan modal kerja bersih adalah selisih modal kerja bersih akhir dengan modal kerja bersih awal, sedangkan modal kerja dihitung dari pengurangan aktiva lancar dan hutang lancar pada periode yang sama.

Variabel struktur kepemilikan diukur berdasarkan konsentrasi kepemilikan dengan menggunakan variabel *dummy*, 1 jika konsentrasi kepemilikan pada insider (manajer ataupun perusahaan afiliasi) dan 0 jika mayoritas saham dimiliki oleh institusi atau public (bank, perusahaan efek, asuransi maupun pemerintah).

Variabel kebijakan deviden diukur berdasarkan rasio pembayaran deviden (*dividen yield*) yaitu deviden per lembar saham dibagi dengan harga penutupan saham,

Pengujian Hipotesis

Metode yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah dengan menentukan signifikansi variabel yang diteliti dengan membandingkan *t*-hitung dengan *t*-table atau didasarkan pada nilai *p*-value dari masing-masing koefisien parameter. Alat bantu yang digunakan untuk pengujian hipotesis ini adalah program statistik SPSS (*Statistical Program For Social Science*) versi 10,0.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Ringkasan statistik deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.1. Data yang digunakan untuk dianalisis adalah sebanyak 476 data yang merupakan data dari 96 perusahaan sampel selama 5 tahun periode

sample, setelah dihilangkan data yang *outlier*. Dari tabel 4.1 tampak bahwa deviasi standar untuk tiap variabel secara umum berada di atas nilai *mean*. Hal ini menunjukkan bahwa distribusi data kurang bagus karena adanya variasi yang cukup besar atau adanya kesenjangan data yang cukup besar.

TABEL 4.1

Descriptive Statistics

N	Minimum	Maximum		Mean	Std. Deviation
DYIELD	476	.0000	82.0000	2.045231	5.672446
RSAKB	476	-2.6069	4.8467	-5.782773E-03	.412415
KSPMLK	476	0	1	.84	.37
PPEBVA	476	-98.7184	99.9000	1.360680	8.154868
CAPBVA	476	-1.0200	1.6635	5.87258E-02	.215553
CAPMVA	476	-.4494	3.4477	6.97172E-02	.256761

CAPBVA = rasio tambahan modal saham terhadap total aktiva.

CAPMVA = rasio perubahan modal terhadap nilai pasar aktiva.

PPEBVA = rasio nilai buku aktiva tetap terhadap nilai buku total asset.

RSAKB = rasio aliran kas bebas dengan total aktiva.

KSPMLK = struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi.

DYIELD = *dividend yield*.

Hasil Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan melakukan analisis regresi antara variabel tergantung (rasio proksi IOS) dengan variabel bebas yaitu rasio AKB, struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dan *dividend yield*, hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.2 dan tabel 4.3 berikut. Pada tabel 4.2 dapat dilihat dari 3 variabel proksi IOS model rasio yang diambil dalam penelitian ini, hanya rasio PPEBVA yang tidak signifikan (pada α 5%) dipengaruhi bersama sama oleh ketiga variabel bebas yaitu rasio AKB, struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dan *dividend yield*.

Rasio CAPBVA mencerminkan adanya peluang investasi bagi suatu perusahaan melalui kesempatan adanya tambahan modal tanpa mempertimbangkan nilai pasar perusahaan. Dari tabel 4.2 dengan nilai *adjusted R*² sebesar 5,8 % maka ketiga variabel bebas dapat menjelaskan rasio CAPBVA pada tingkat 5,8%, dengan F 2,795 dan sign 4,50%. Namun dari analisis secara partial, semua variabel bebas tidak signifikan mempengaruhi rasio CAPBVA (tabel 4.3). Dari hasil analisis regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa H_1 tidak dapat diterima, dalam hal ini IOS perusahaan diproksikan oleh rasio CAPBVA . Jadi aliran kas bebas, struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dan kebijakan deviden dalam bentuk kas tidak dapat mempengaruhi IOS perusahaan dalam bentuk rasio CAPBVA.

Tabel 4.2

Model Summary dan Anova Hipotesis 1

Variabel Tergantung	Model Summary		ANOVA	
	R Square	Adjusted R Square	F	Sig
CAPBVA	.091	.058	2.795	.045
CAPMVA	.142	.112	4.642	.005
PPEBVA	.028	-.003	.891	.449

a. Predictors: (Constant), DYIELD, STRPML, RSAKB_TA

Tabel 4.3

Koefisien Regresi Hipotesis 1

Variabel Tergantung	RSAKB_TA					STRPML		DYIELD ¹	
	InstCoef B	t	Sig.	UstCoef B	t	Sig.	UnstCoef B	t	Sig.
CAPBVA	-.185	-1.915	.059	.134	.934	.353	.138	1.921	.058
CAPMVA	-.210	-2.134	.036	.233	1.591	.115	.183	2.500	.014
PPEBVA	6.230E-02	.724	.471	.134	.970	.335	3.297E-02	1.174	.244

Rasio CAPMVA juga menunjukkan adanya peluang investasi bagi perusahaan melalui kesempatan adanya tambahan modal, tapi der mempertimbangkan total hutang dan nilai kapitalisasi pasar perusahaan. Pada t 4.2 dapat dilihat variabel bebas dapat menjelaskan sebesar 11,2% variabel r CAPMVA, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar model, i tingkat signif 0,5%. Sedangkan hasil analisis partial, variabel struktur kepemil yang terkonsentrasi tidak signifikan mempengaruhi rasio CAPMVA yaitu i tingkat signif, 11,5%. Variabel AKB signifikan 3,6% mempengaruhi r CAPMVA dengan koefisien -0,210, berarti semakin kecil AKB makin besar r CAPMVA. *Dividend yield* mempengaruhi rasio CAPMVA pada tingkat signif l dengan koefisien 0,183 berarti makin besar *dividend yield* makin besar r CAPMVA. Dari hasil analisis regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa H_1 g untuk ditolak, dalam hal ini IOS perusahaan diproksikan oleh rasio CAPM walaupun secara partial tidak semua variabel bebas dapat mempengaruhi rasio dalam bentuk CAPMVA.

Selanjutnya untuk rasio PPEBVA dari tabel 4.2 terlihat bahwa i $adjusted R^2$ sebesar -0.003% dan tingkat signifikansi 4,49% berarti bahwa vari bebas secara bersama sama tidak dapat mempengaruhi rasio PPEBVA. *Adjusted* bernilai negative mengindikasikan bahwa variable bebas tidak dapat menjelas (bukan predictor yang baik) rasio PPEBVA (Gujarati, 1995). Pada tabel 4.3, h analisis partial semua variabel bebas tidak signifikan mempengaruhi r PPEBVA. Jadi dapat disimpulkan bahwa dari hasil Analisis data H_1 tidak di diterima, dalam hal ini IOS perusahaan diproksikan oleh rasio PPEBVA. aliran kas bebas, struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dan kebijakan devi dalam bentuk kas tidak dapat mempengaruhi IOS perusahaan dalam bentuk r PPEBVA.

Hasil Pengujian Hipotesis 2

Hipotesis kedua menguji adanya moderasi antara variabel rasio pembayaran deviden dengan AKB terhadap IOS perusahaan. Dari hasil regresi untuk hipotesis pertama, tidak semua proksi IOS model rasio signifikan dipengaruhi oleh ketiga variabel bebas. Jadi analisis untuk variabel moderat hanya dilakukan terhadap rasio proksi IOS yang di pengaruhi secara signifikan oleh variabel bebas, yaitu rasio CAPBVA dan CAPMVA. Dengan demikian pengujian hipotesis kedua hanya dilakukan untuk 2 rasio proksi IOS yakni rasio CAPBVA dan rasio CAPMVA mewakili hipotesis H_2 .

Berikut tabel 4.4 yang menyajikan *model summary* dan hasil *ANOVA* dengan adanya variabel moderat dan tabel 4.5 merupakan hasil analisis regresi untuk hipotesis kedua.

Tabel 4.4
Model Summary dan ANOVA Hipotesis 2

Variabel Tergantung	Model Summary		ANOVA	
	R Square	Adjusted R Square	F	Sig
CAPBVA	.113	.071	2.655	.039
CAPMVA	.148	.107	3.605	.009

a Predictors: (Constant), MODERAT, STRPML, DYIELD, RSAKB_TA

b. MODERAT = DYIELD* RSAKB_TA

Tabel 4.5
Koefisien Regresi Hipotesis 2

CAPBVA				CAPMVA		
UNSTD COEF B	T	SIG.	UNSTD COEF B	T	SIG.	
(Constant)	-	-	.000	-1.879	-	.000
	1.764	9.876			10.625	
MDTDYKB	.204	1.457	.149	6.270E-03	.752	.454
LOGAKB	-.302	-	.018	-.271	-2.119	.037
		2.413				
LOGDYLD	.398	2.070	.042	.223	2.459	.016
KSPMLK	.105	.730	.467	.237	1.613	.110

Dari tabel 4.4 dapat dilihat kedua proksi IOS model rasio secara signifikan dapat dijelaskan secara bersama-sama oleh variabel bebas. Dengan adanya moderasi variabel *dyield* dengan AKB terhadap rasio CAPBVA maka tingkat *adjusted R*² sebesar 7,10% meningkat dibandingkan tanpa variabel moderat (lihat tabel 4.2). Sedangkan pada tabel 4.5 variabel moderat tidak signifikan (14,9 %) mempengaruhi rasio CAPBVA sama dengan variabel konsentrasi kepemilikan pada tingkat signif. 46,7%. Dua variabel bebas lainnya, AKB dan *yield* tetap signifikan (1,8% dan 4,2%) mempengaruhi rasio CAPBVA pada konstanta masing masing -0,302 dan 0,398. Dengan membandingkan antara tabel 4.3 dan 4.5, adanya moderating antara variabel *dyield* dan AKB, telah mempengaruhi interaksi antara variabel terikat dan variabel bebas. Dari hasil analisis regresi dapat disimpulkan bahwa hipotesis H_2 untuk proksi IOS rasio CAPBVA tidak dapat ditolak karena nilai F sebesar 2,655 dan signifikansi. 3,90% ($\alpha = 5\%$)

Begitu juga untuk proksi IOS rasio CAPMVA, hasilnya hampir sama dengan rasio CAPBVA yakni variabel moderat secara statistik tidak signifikan 45,4% mempengaruhi rasio CAPBVA dan variabel struktur kepemilikan tidak signifikan mempengaruhi rasio CAPBVA pada tingkat sign.11%. Dua variabel bebas lainnya, aliran kas bebas dan *dividend yield* signifikan mempengaruhi rasio CAPBVA pada tingkat 3,7% dan 1,6%, dengan konstanta masing masing -0,511 dan 0,0011. Namun karena semua variabel bebas dapat secara bersama-sama menjelaskan rasio CAPMVA pada *Adjusted R*² senilai 10,7% dengan F sebesar 3,605 dan sign 0,90% maka hasil analisis data gagal untuk menolak hipotesis H_2

Diskusi Hasil

Dari hasil analisis regresi di atas, dapat digambarkan bahwa dari ketiga variabel IOS model rasio dalam penelitian ini, hanya satu rasio saja yaitu PPEBVA yang tidak signifikan secara bersama-sama dapat dijelaskan oleh ketiga variabel bebas yang dipilih (tabel 4.2). Sedangkan variable IOS rasio CAPBVA dan CAPMVA dapat dijelaskan secara signifikan oleh ketiga variabel bebas tersebut.

Pada analisis partial (tabel 4.3), variabel konsentrasi kepemilikan tidak signifikan mempengaruhi rasio proksi IOS, temuan ini tidak konsisten dengan temuan Morck et al (1988); Jensen dan Meckling (1976); Slovin dan Sushka (1993) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi nilai perusahaan karena adanya campur tangan pihak pemilik terhadap kebijakan manajemen. Dari analisis data di atas tidak dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang konsentrasi kepemilikannya terpusat pada pihak tertentu akan dapat mempengaruhi kebijakan manajemen sehingga tidak akan mempengaruhi IOS perusahaan. Dengan kata lain struktur kepemilikan tidak dapat mempengaruhi IOS perusahaan melalui interaksi pemilik terhadap kebijakan manajemen.

Variabel AKB mempengaruhi secara signifikan variabel IOS model rasio CAPMVA, pada koefisien regresi yang negatif. Berarti perusahaan yang memiliki AKB tinggi (rendah) akan memiliki IOS yang rendah (tinggi), AKB. Hal ini konsisten dengan pendapat Fenn dan Liang (2001); Voght dan Vu (2000) dan Jensen (1986). Selanjutnya variabel AKB tidak signifikan mempengaruhi CAPBVA dan PPEBVA. Jadi variabel AKB tidak konsisten mempengaruhi proksi IOS, tergantung dari rasio proksi yang dipilih.

Sedangkan untuk variabel kebijakan dividen, hampir sama dengan variabel AKB, yakni *dyield* secara signifikan hanya mempengaruhi variabel proksi IOS rasio CAPMVA (tabel 4.3). Hasil riset ini konsisten dengan pendapat Jensen (1986) yang telah diuji validitasnya oleh beberapa peneliti lain diantaranya Kallapur (1994); Lang dan Lizenberger (1989); Voght dan Vu (2000). Mereka menyimpulkan bahwa pasar akan bereaksi terhadap pengumuman dividen (sesuai dengan teori *signaling*) sehingga meningkatkan harga saham (*good news*) dan akhirnya juga nilai perusahaan. Sedangkan untuk rasio IOS yang tidak mempertimbangkan nilai pasar yakni PPEBVA dan CAPBVA, kebijakan deviden tidak signifikan mempengaruhi rasio IOS tersebut.

Hasil analisis regresi dengan memperhitungkan variabel moderating antara kebijakan deviden dan aliran kas bebas, keempat variabel bebas tersebut secara

bersama-sama dapat menjelaskan secara signifikan (F sebesar 2,655 dan 3,605 pada masing-masing signif. 3,90% dan 0,90%) kedua rasio IOS, CAPBVA dan CAPMVA. Analisis secara parsial, variabel moderat tersebut tidak signifikan mempengaruhi kedua rasio IOS tersebut. Namun dengan masuknya variabel moderat merubah interaksi antar variabel bebas dan terikat. Hal ini mungkin disebabkan karena besarnya signifikansi variabel AKB, sebelum bermoderasi dengan variabel *dyield* terhadap rasio CAPMVA dan CAPBVA.

KESIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh aliran kas bebas, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen terhadap IOS perusahaan, serta mendapatkan bukti empiris tentang interaksi kebijakan dividen dengan aliran kas bebas terhadap IOS perusahaan. IOS yang digunakan dalam penelitian ini merupakan proksi IOS model rasio, karena masih sedikitnya penelitian tentang IOS dalam bentuk rasio.

Dari penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan, yaitu;

1. Hasil penelitian ini menemukan bahwa aliran kas bebas, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen dapat menjelaskan proksi IOS secara signifikan tergantung pada proksi rasio IOS yang dipilih. Dari ke tiga rasio proksi IOS yang dipilih, PPEBVA tidak secara signifikan dapat dijelaskan oleh aliran kas bebas, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen. Sedangkan dua rasio proksi IOS lainnya, CAPBVA dan CAPMVA secara signifikan dapat dijelaskan oleh aliran kas bebas, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen.
2. Hasil analisis data secara partial menunjukkan bahwa struktur kepemilikan terkonsentrasi tidak signifikan mempengaruhi ketiga rasio

proksi IOS, berarti interaksi dari kepemilikan perusahaan tidak bisa mempengaruhi kebijakan manajemen perusahaan.

3. Hasil penelitian juga membuktikan bahwa tidak semua rasio IOS dapat dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Rasio IOS yang mempertimbangkan nilai pasar, CAPMVA secara signifikan dapat dipengaruhi oleh kebijakan dividen, sedangkan rasio lainnya CAPBVA dan PPEBVA tidak terpengaruh secara signifikan. Berarti sesuai dengan teori *signalling*, kebijakan dividen dapat digunakan sebagai sinyal kepada pemegang saham karena direspon oleh pasar, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan dan peluang tumbuh mendatang.
4. Hasil penelitian menunjukkan bahwa aliran kas bebas mempengaruhi rasio proksi IOS tergantung pada rasio yang digunakan. Proksi IOS rasio CAPMVA dipengaruhi secara signifikan oleh AKB tapi rasio CAPBVA dan PPEBVA tidak dipengaruhi secara signifikan oleh AKB. Jadi dapat disimpulkan tidak selalu rasio IOS tersebut dipengaruhi oleh AKB.
5. Hasil analisis regresi dengan memperhitungkan variabel moderating antara kebijakan dividen dan AKB, menunjukkan bahwa variabel moderat tersebut tidak signifikan mempengaruhi rasio IOS yaitu CAPBVA dan CAPMVA. Walaupun dari analisis secara parsial, interaksi tiap variabel bebas terhadap variabel terikat berubah dengan masuknya variabel moderating antara kebijakan dividen dan AKB. Jadi kebijakan dividen tidak memiliki *moderator effect* terhadap hubungan AKB dengan IOS dalam bentuk rasio.

Keterbatasan Penelitian

Pada penelitian ini tidak tertutup kemungkinan terjadinya kesalahan yang menyebabkan hasil penelitian ini tidak dapat di generalisasi. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain adalah:

1. Jumlah sampel yang digunakan hanya terbatas pada perusahaan manufaktur saja, sehingga tidak dapat dilakukan generalisasi untuk semua jenis industri.
2. Pemilihan sampel tidak dilakukan secara acak tetapi berdasarkan *purposive random sampling*.
3. Periode penelitian hanya lima tahun menyebabkan temuan riset tidak dapat melihat kecenderungan dalam jangka panjang.
4. Penelitian ini mengabaikan *industry effect* masing-masing perusahaan sehingga pengaruh-pengaruh yang berkaitan dengan jenis industri tidak di kontrol.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, George P., 1993, Growth, Corporate Policies and The Investment Opportunity Set, *Journal of Accounting and Economics* 16.
- Benartzi, Shlomo, R. Michaely dan R.H. Thealer, 1997, Do Changes in Dividend Signal The Future or The Past?, *Journal of Finance* 52.
- Brigham E.F. & P.R. Davis, 2002, *Intermediate Financial Management*, Seventh Edition, Thomson Learning Inc., USA.
- Clifford, W. Smith Jr., 1993, A Perspective on Accounting Based Covenant Violations, *The Accounting Review*, Vol.68, No.2, April.
- Fenn, G.W. & N. Liang, 2001, Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentive, *Journal of Finance Economics* 60.
- Firth, Michael, 1994, Dividend Changes, Abnormal Return and Intra Industry Firm Valuations, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31.
- Fitrijanti, Tetet dan Jogianto Hartono, 2000, Analisis Korelasi Pokok IO dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi III-Ikatan Akuntan Indonesia KAPd*.
- Garret, I. & R. Priestley, 2000, Dividend Behavior and Dividend Signaling, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (2).
- Gaver Jennifer J., dan Kenneth M., Gaver, 1995, Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics* 16.

- Gombola & F.Liu, 1999, The Signalling Power of Specially Dividend, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34 (3).
- Gujarati, Damodar N, 1995, *Basic Econometrics*, 3th Edition, McGraw Hill International Edition.
- Harris, M. and A. Raviv, 1990, Capital Structure and Information Role of Debt, *Journal of Finance*, 35 (2).
- Howe, K.M, J. He & G.W Kao, 1992, One Time Cash Flow Announcement and Free Cash Flow theory: Share Repurchase and Special Dividends, *Journal of Finance* 47.
- Jensen, M.C., 1986, Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeover, *American Economics Reviews* 76.
- Jensen, M. and W.H. Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3.
- Kallapur, Sanjay, 1994, Dividend Payout Ratio as Determinants of ERC: A Test of The Free Cash Flow Theory, *Journal of Accounting and Economics* 17.
- Kao, C & C. Wu, 1994, Test of Dividend Signalling Using The Marsh Merton Model: A Generalized Friction Approach, *Journal of Business* 67 (1).
- Lang, L.H.P dan R.H. Litzenberger, 1989, Dividend Announcements; Cash Flow Signalling vs Free Cash Flow Hypothesis? *Journal of Financial Economics* 24, September.
- Lang, L.H.P., R.M. Stulz dan R.A. Walking, 1991, A Test of The Free Cash Flow Hypothesis; The Case of Bidder Returns, *Journal of Financial Economics* 29.
- Lins, Karl V., 2002, Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, *SSRN_ID214909_CODE000302304*, Agustus.
- Luthan, Elvira, 2003, *Pengaruh Aliran Kas Bebas, Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Set Kesempatan Investasi, Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ*, Thesis, Program Pasca Sarjana UGM, Yogyakarta
- Myers, Stewart C., 1977, Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics* 5.
- Netter, John., William Wasserman dan G.A. Whitmore, 1993, *Applied Statistics*, Fourth Edition, Allyn and Prentice Hall.

- Nugroho dan Hartono, 2002, Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi IOS dan Hubungannya Terhadap Realisasi Pertumbuhan, *Simposium Nasional Akuntansi ke 5, Semarang, IAI-KPd*.
- Pagalung, Gagaring, 2003, Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS), *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 6, No.3.
- Pettit, R.R., 1972, Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency, *Journal of Finance* 27.
- Santoso Singgih, 2001, *SPSS Statistik Parametrik*, Jakarta, PT Alek Media Computindo.
- Skinner, Douglas J., 1993. The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure: Preliminary Evidence. *Journal of Accounting and Economics* 16.
- Slovin, M.B. dan M.E. Sushka, 1993, Ownership Concentration, Corporate Control Activity and Firm Value; Evidence from the Death of Inside Blockholders, *The Journal of Finance*, Vol XLVIII, No.4.
- Smith, Clifford W. dan Ross.L., Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*, 32.
- Subekti dan Wijaya, 2000, Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham, *Simposium Nasional Akuntansi 3, IAI-KPd*.
- Suranta, Eddy dan Pratana P.M., 2003, Analisis Hubungan Struktur kepemilikan yang terkonsentrasi Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linier Simultan, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 6 No. 1.